

Q1 符合预期，预收高增长彰显需求韧性 买入（维持）

2020年04月29日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,176	12,606	16,561	20,637
同比（%）	47.1%	37.4%	31.4%	24.6%
归母净利润（百万元）	1,805	2,569	3,520	4,289
同比（%）	56.5%	42.3%	37.0%	21.8%
每股收益（元/股）	0.29	0.42	0.57	0.70
P/E（倍）	83.26	58.49	42.68	35.03

证券分析师 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 周良玖
执业证号：S0600517110002
021-60199793
zhoulj@dwzq.com.cn

投资要点

- **Q1 业绩符合预期，疫情直接影响公司业务，但经营依旧稳健。**一季度历来是全年中的相对淡季，对全年影响权重低，公司在20Q1实现营收12.30亿元，yoy-6.22%，主要是受疫情影响2月和3月线下授课无法大规模开展，同时受部分招录活动及资格考试推迟的影响，一些培训业务收款于Q1末尚未达到收入确认条件，导致收入较上年同期减少。同时20Q1实现归母净利润1.16亿元，yoy+9.52%，扣非归母净利润0.78亿元，yoy-27.83%，主要是其他收益影响，Q1公司新获得其他收益0.37亿元，主要系疫情期间公司享受的增值税税收减免所致。
- **盈利能力方面，公司整体毛利率、净利率基本同比持平。**一方面来自公司较强的成本、费用控制能力，这一点在过去两年体现明显，另一方面由于公司业务特点相对其他线下培训机构而言杠杆较低，业务成本与收入匹配度高。
- **几个积极的指标：**1) 合同负债：主要是指预收学费，是公司最重要的前瞻指标。按可比口径，Q1期末预收账款较年初增加29.14亿元，增幅113.94%；较去年同时点增加12.38亿元，增幅29.25%，该增速在疫情背景下实属难得。其原因主要为Q1公司大力推广线上与线下高效融合课程，实行全员营销，推广效果明显，实现了培训收费的增长。2) 经营性现金流：仍能维持与收入、预收的较高匹配度，Q1实现销售商品、提供劳务收到的现金42.69亿元，同比增长12.70%，经营活动现金流出17.08亿元，经营活动现金流净额25.64亿元，同比增长6%。
- **我们认为公司未来的确定性来自两个方面：**市场景气度的确定性，现在各地陆续发布省考招录公告，以山东刚发布的省考公告为例，2020年计划招录招7,360人，同比增长142%，今年招录体系大概率将延续2019年下半年开启的反弹趋势，尤其是在今年的就业环境下更添一份确定性；企业能力的确定性，主要体现为自下而上快速响应，自上而下研发、管理支持，体现出更高的管理水平和竞争力。
- **维持“买入”评级。**边际上，我们认为随着疫情影响逐渐减弱，各地招录公告陆续发布，我们预计公司Q2即有望恢复正常经营节奏，对于全年预期我们尚未因为疫情做出大幅调整，我们认为公司下半年有望逐步弥补上半年受到的影响。预计公司2020/2021/2022年归母净利润分别为25.69/35.20/42.89亿元，对应PE分别为58/43/35倍。
- **风险提示：**疫情影响超预期，行业竞争超预期，宏观经济影响等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.36
一年最低/最高价	10.88/24.80
市净率(倍)	71.65
流通A股市值(百万元)	19983.48

基础数据

每股净资产(元)	0.34
资产负债率(%)	84.42
总股本(百万股)	6167.40
流通A股(百万股)	820.34

相关研究

- 1、《中公教育(002607)：跨赛道逻辑逐步验证，行业红利及管理优势下未来高增速依然具有保障》2020-03-10
- 2、《中公教育(002607)：2019年业绩超市场一致预期，彰显对于市场环境变化的适应能力及管理执行力》2020-03-01
- 3、《中公教育(002607)：公职招录回暖预计趋势将延续，跨赛道能力持续得到验证》2019-10-29

中公教育三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,836	14,386	18,446	23,817	营业收入	9,176	12,606	16,561	20,637
现金	2,724	12,266	16,328	21,690	减:营业成本	3,813	5,350	7,000	8,861
应收账款	3	10	7	15	营业税金及附加	57	78	102	128
存货	0	0	0	0	营业费用	1,483	2,037	2,676	3,335
其他流动资产	2,109	2,110	2,111	2,111	管理费用	1,098	2,370	3,113	3,880
非流动资产	5,124	5,426	5,761	6,151	财务费用	204	103	-52	-144
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	672	1,021	1,386	1,731	加:投资净收益	259	311	358	394
在建工程	654	718	800	872	其他收益	2	2	2	2
无形资产	198	184	170	156	营业利润	2,091	2,981	4,081	4,973
其他非流动资产	3,601	3,503	3,406	3,391	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
资产总计	9,961	19,812	24,207	29,967	利润总额	2,089	2,979	4,080	4,972
流动负债	6,422	7,666	8,576	10,096	减:所得税费用	285	411	559	683
短期借款	2,867	2,867	2,867	2,867	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
应付账款	236	298	401	484	归属母公司净利润	1,805	2,569	3,520	4,289
其他流动负债	3,319	4,501	5,308	6,745	EBIT	2,181	2,928	3,824	4,575
非流动负债	107	107	107	107	EBITDA	2,344	3,101	4,040	4,754
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	107	107	107	107	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6,529	7,773	8,683	10,203	每股收益(元)	0.29	0.42	0.57	0.70
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	每股净资产(元)	0.56	1.95	2.52	3.20
					发行在外股份(百万股)	6167	6167	6167	6167
归属母公司股东权益	3,432	12,039	15,524	19,764	ROIC(%)	29.9%	16.9%	17.9%	17.4%
负债和股东权益	9,961	19,812	24,207	29,967	ROE(%)	52.6%	21.3%	22.7%	21.7%
					毛利率(%)	58.5%	57.6%	57.7%	57.1%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	19.7%	20.4%	21.3%	20.8%
经营活动现金流	2,474	3,768	4,236	5,440	资产负债率(%)	65.5%	39.2%	35.9%	34.0%
投资活动现金流	-131	-162	-191	-173	收入增长率(%)	47.1%	37.4%	31.4%	24.6%
筹资活动现金流	-267	5,936	17	95	净利润增长率(%)	56.5%	42.3%	37.0%	21.8%
现金净增加额	2,076	9,542	4,062	5,362	P/E	83.26	58.49	42.68	35.03
折旧和摊销	162	173	215	179	P/B	43.78	12.48	9.68	7.60
资本开支	720	302	335	389	EV/EBITDA	63.42	44.85	33.42	27.27
营运资本变动	620	1,236	912	1,512					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

